

房地产行业

肖剑

010-88092288-3207

pattipop@hotmail.com

中航地产（000043）“中航城模式”值得期待

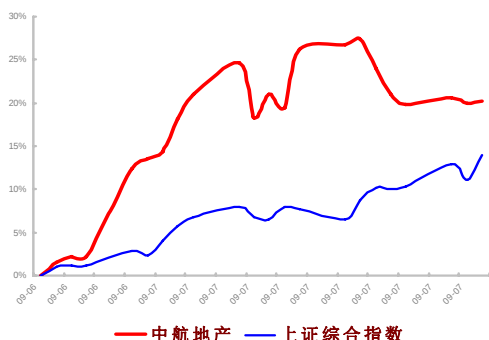
2009 年 7 月 23 日

增持（首次）

目标价格：18.20

当前价格：16.82

公司一月市场表现



公司基本数据

流通市值(亿元)	23.33
总市值(亿元)	37.39
总股本(亿股)	2.22
流通股本(亿股)	1.93
12个月最高/最低(元)	33.18/3.82

盈利预测(百万元)

项目	2009E	2010E	2011E
营业收入	1383	2352	3528
营业成本	1098	1652	2577
销售费用	41	141	141
管理费用	69	235	246
净利润	28	75	125
每股收益(元)	0.13	0.34	0.57

投资摘要：

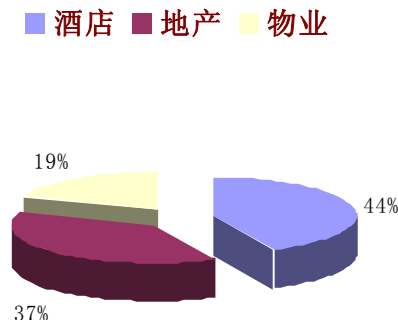
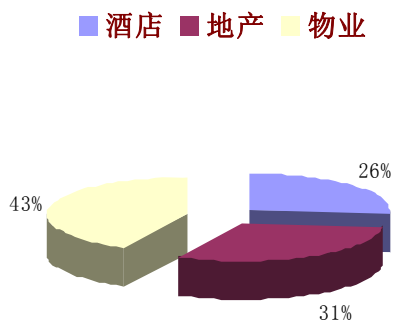
- 7 月 23 日，中航地产公布了 2009 年半年报。公司实现营业收入 5.21 亿元，同比下降 27.38%，实现归属于上市公司股东的净利润 1151.4 万元，同比减少 30.3%，每股收益 0.0518 元，同比下降 30.28%，净资产收益率 0.69%。
- 预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 0.13 元、0.34 元和 0.57 元；对应市盈率分别为 140 倍、55 倍和 40 倍；给予“增持”的投资评级。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

7月23日，中航地产公布了2009年半年报。公司实现营业收入5.21亿元，同比下降27.38%，实现归属于上市公司股东的净利润1151.4万元，同比减少30.3%，每股收益0.0518元，同比下降30.28%，净资产收益率0.69%。

图1：公司产品收入结构

图2：公司产品利润结构



资料来源：公司年报，西南证券研发中心

业绩下降源于项目投入

公司表示，公司主营业务与净利润下降主要是因为，2009年1-6月，乌鲁木齐地产、坪地商住开发项目、昆山地产项目已分别预售12套（预售面积为6,062.70 m²）、177套（预售面积为25,504 m²）、229套（预售面积为30,517.18 m²）房产，因上述房产尚未达到公司收入的确认条件未结转销售收入及相关成本。另外，观澜格兰云天酒店项目仍在筹建中，也未产生利润。对于收入确认情况，以及在建工程的进展情况，将是我们关注的重点。

盈利能力有所下降

09年上半年，公司酒店业务毛利率为76.33%，与08年中期84.96%的毛利率相比，下滑了8.63个百分点；公司毛利率下降主要由于，酒店项目仍在进行当中，大幅投入增加了当期生产成本。对于公司盈利能力下降的情况，公司表示将在下半年着重发展中档大众购物的商业地产。规模在35万至100万平方米，包括酒店、写字楼、公寓、住宅等功能，是典型的都市综合体，适合于在大城市的新兴区域中心和二、三线城市中心进行拓展。通过扩展高端地产市场，从而有效提高公司的盈利能力。

“中航城模式”值得期待

公司的目标是以房地产开发业务为龙头，以酒店、物业管理为两翼的综合发展战略，远期目标是成为国内一流的商业地产投资开发商。公司正借助该种战略努力向“零售业+酒店+住宅”独特的商业地产经营模式转型。08 年底，公司剥离亏损业务，紧接着公司又收购了瑞远的工业地产用地，一系列动作目的很明确，即公司要专注房地产开发主业，进一步贯彻公司“一体两翼”的经营战略，资源优势得到进一步集中。我们认为，公司的经营模式能够在保证高端地产项目利润的同时，有效降低行业自身的波动性，有利于公司长远的发展。该模式的成长前景较为广阔，值得期待。

给予“增持”的投资评级

预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 0.13 元、0.34 元和 0.57 元；对应市盈率分别为 140 倍、55 倍和 40 倍；给予“增持”的投资评级。

附表：公司盈利预测

资产负债表 (万元)					利润表 (万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	58,126	169,765	490,620	1,103,896	营业收入	179,685	138,358	235,208	352,812
应收票据	0	0	0	0	营业税金及附加	7,306	5,593	16,164	36,368
应收帐款	6,204	32,276	93,278	209,876	营业成本	128,954	109,869	165,243	257,779
存货	302,324	27,672	35,281	42,337	销售费用	17,523	4,151	14,112	14,112
其它流动资产	0	0	0	0	管理费用	17,922	6,918	23,521	24,697
在建工程	5,864	18,493	53,444	120,250	财务费用	3,062	8,477	7,322	5,114
固定资产	20,448	46,576	134,604	302,860	营业外收入	442	248	718	1,615
无形资产	7,721	16,332	47,200	106,199	营业外支出	456	114	330	743
其他非流动资产	0	0	0	0	所得税	2,285	335	885	1,475
资产总计	476,316	560,805	1,576,038	3,509,040	少数股东损益	-496	168	443	738
短期借款	113,600	113,600	113,600	113,600	净利润	2,870	2,849	7,524	12,540
应付帐款	3,252	6,918	23,521	35,281	财务指标				
非流动负债合计	42,003	59,264	95,275	164,106	净资产收益率 (年初)	11.64%	11.63%	14.25%	16.79%
负债合计	301,933	198,334	260,633	352,985	总资产报酬率	0.60%	0.51%	0.48%	0.36%
股本	22,232	22,232	22,232	22,232	净利润率	6.60%	4.06%	8.20%	7.55%
盈余公积	6,249	6,676	7,805	9,686	毛利率	28.23%	20.59%	29.75%	26.94%
未分配利润	19,930	22,065	28,175	38,081	净资产收益率 (年末)	11.65%	11.61%	14.07%	16.36%
少数股东权益	29,727	29,895	30,337	31,075	总资产 / 净资产	2.73	3.17	8.53	17.78
负债和所有者总计	174,383	177,113	184,794	197,319	资产负债率	63.39%	65.37%	66.54%	60.06%
现金流量表 (万元)					总负债 / 净资产	1.73	1.12	1.41	1.79
净利润	2,870	2,849	7,524	12,540	长期负债 / 净资产	24.09%	33.46%	31.56%	33.17%
折旧	2,483	5,123	25,171	84,952	总资产周转率	0.41	0.27	0.22	0.14
经营活动现金流量	(26,453)	83,898	(162,906)	(295,611)	存货周转率	0.49	0.67	5.25	6.64
投资活动现金流量	(12,286)	(174,759)	(497,660)	(988,055)	固定资产周转率	27.28	16.89	33.62	41.63
筹资活动现金流量	98,121	17,141	36,169	68,816	应收账款周转率	15.42	7.19	3.75	2.33
现金净额	59,086	111,638	320,855	613,275					

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>